

ANALYSE & BERATUNG: M&A als Mittel zum Turnaround – wirtschaftliche und rechtliche Aspekte

In Corona-Zeiten verschlechtern sich die Finanzierungs-Kennzahlen wie Eigenkapitalquote und Verschuldungsgrad bei vielen Unternehmen. Die Bundesbank rechnet 2021 mit höheren Kreditausfällen und Insolvenzen. Neue Bestimmungen im Sanierungs- und Insolvenzrecht eröffnen neue Möglichkeiten für Unternehmen in der Krise.

*Karl A. Niggemann, Beirat Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH, Meinerzhagen;
Dr. Boris Hartisch, Rechtsanwalt, Meinerzhagen*

KOMPAKT

- Für Unternehmen in Krisensituationen gibt es viele Lösungsmöglichkeiten, die Umstrukturierung gemeinschaftlich mit geeigneten Partnern zu realisieren.
- Diese Partner treten als Minderheits- oder Mehrheitsgesellschafter auf oder übernehmen vollständig.
- Die strategischen Partner sind überwiegend an vollständigen Unternehmensübernahmen interessiert, da damit Synergien ohne Interessenkonflikte leichter realisiert werden können.
- Es gibt jedoch auch viele Investoren, die sich als Minderheits- oder Mehrheitsgesellschafter bei Unternehmen in Krisensituationen engagieren.
- Bei der Auswahl geeigneter Investoren kommt es darauf an, den wichtigen Partner auszuwählen.
- Ein Aspekt ist natürlich eine attraktive Unternehmensbewertung. Unternehmerfamilien sind häufig überrascht, welche günstigen Modalitäten sich in diesen Situationen erreichen lassen.

1 NEUER RECHTLICHER RAHMEN

Das Impftempo wird die Pandemie-Entwicklung und den Konjunkturverlauf 2021 bestimmen. Mehrheitsmeinung scheint zu sein, dass im Sommer die Impfungen zu einer nachhaltigen Eindämmung der Pandemie führen werden. Daraus wird abgeleitet, dass die Konjunktur ab zweitem Quartal 2021 an Fahrt aufnehmen wird – nach einem Rückgang von 5,4 % im Jahr 2020 wird erst für 2023 damit gerechnet, dass das Vor-Corona-Niveau wieder erreicht wird. Die Corona-Krise hat den Strukturwandel beschleunigt. Neue Technologien verdrängen Strukturen, die nicht mehr zukunftsfähig sind – schneller als ohne die Krisensituation. In den Medien wird über das „Pleitenjahr 2021“ spekuliert.

Jedoch: Am 1. Januar 2021 tritt das Gesetz zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (SanInsFoG) in Kraft. Erstmals gibt es damit in Deutschland einen rechtlichen Rahmen für **vorinsolvenzliche** Sanierungsvorhaben. Kriselnde Unternehmen haben die Möglichkeit, selbst mit ihren Gläubigern zu verhandeln und sich auf

Grundlage eines Restrukturierungsplans zu sanieren. Die Besonderheit dabei: Stimmt die Mehrheit dem Plan zu, gilt er für alle Beteiligten! Daneben steht es grundsätzlich dem Schuldner offen, welche gerichtlichen Verfahrenshilfen er in Anspruch nimmt.

Der große Vorteil des neuen Restrukturierungsrahmens liegt in der Einführung des schon aus dem Insolvenzplanverfahren bekannten Mehrheitsprinzips in der Vorinsolvenzphase: Sanierungsvorhaben können nun nicht mehr am Widerstand einzelner Gläubiger scheitern, und es muss auch keine förmliche Insolvenz durchgeführt werden. Zudem ermöglicht der Charakter der Verfahrenshilfen eine flexible Anpassung des Sanierungsvorhabens an die Bedürfnisse des Schuldners.

Es steht zu erwarten, dass Deutschland als Restrukturierungsstandort in Zukunft beliebter wird und ein Ausweichen in andere Rechtsordnungen abnimmt. Ob das komplexe und beratungsintensive Verfahren allerdings für kleine und mittlere Unternehmen große Vorteile liefert, bleibt abzuwarten.

Schon bei der Einführung des ESUG-Verfahrens gab es Probleme mit der Praktikabilität. Nach einer Studie der Rechtsanwälte Buchalik Brömmekamp sahen 64% der Befragten das fehlende Know-how der Unternehmensleitung als das Hauptproblem.

Dass mittelständische Unternehmen, die sich in schwierigem Fahrwasser befinden, interessante Targets für Investoren sind, hat sich jedoch auch bei ESUG-Verfahren erwiesen. Das wird auch bei dem neuen Sanierungs- und Insolvenzrecht der Fall sein.

2 M&A ALS LANGFRISTLÖSUNG

Die teilweise Entschuldung von Unternehmen im Rahmen von Turnaround-Verfahren ist häufig jedoch keine Langfristlösung. Unternehmenssanierungen sind nicht selten deshalb vom Beginn an zum Scheitern verurteilt, weil dem bisherigen Management entweder die notwendige Kompetenz oder der erforderliche Umsetzungswille für die einschneidenden Sanierungsmaßnahmen fehlt. Die Veränderung oder Ergänzung des Managements kann erforderlich werden, um den Bestand des Unternehmens zu sichern. Die Aufnahme eines Mitgesellschafters, der über diese Fähigkeiten verfügt, kann deshalb hilfreicher sein als die ausschließliche Bereitstellung finanzieller Mittel.

Das trifft insbesondere dann zu, wenn eine Wachstumsstrategie sinnvoll erscheint, das Unternehmen zu restrukturieren. Unter Umständen ist das Unternehmen zu klein, um mittelfristig erfolgreich wirtschaften zu können – die „kritische Unternehmensgröße“ wird häufig nicht erreicht. Unternehmenswachstum muss jedoch finanziert werden (Aufbau von Warenlager, Debitoren, Vertriebsstrukturen, Entwicklung ausländischer Märkte, Ausbau der Produktionskapazitäten etc.).

In dieser Phase die finanzierenden Kreditinstitute zu einer Ausweitung ihres Risikos zu bewegen, ist häufig nicht realisierbar. In derartigen Situationen sind die Entschuldung und die Zuführung liquider Mittel häufig nur von temporärer Wirkung. Langfristlösungen erfordern mehr – zum Beispiel einen Investor, der über das notwendige Know-how und ggf. das Netzwerk verfügt, durch welches Unternehmen weiterentwickelt werden können.

Vergleichbares gilt für Unternehmen, deren Turnaround-Chancen in der Weiter- und Neuentwicklung von technologieorientierten Produkten oder Dienstleistungen liegt. Dies verursacht in der Regel hohe Vorlaufkosten bei relativ hohem Umsetzungsrisiko. Auch in derartigen Situationen zeigen sich Kreditinstitute gegenüber einer Ausweitung der Unternehmensfinanzierung zurückhaltend.

3 MOTIVE FÜR INVESTOREN

Die Gesellschafter von Unternehmen in der Krise sträuben sich häufig, Unternehmen gerade in einer Krisensituation zu veräußern bzw. einen Mitgesellschafter aufzunehmen. Die Begründungen dafür liegen auf der Hand: Zerschlagung des Lebenswerkes, zu geringer Verkaufspreis, Einschränkung von Kompetenzen durch Abgabe an neue Partner – und ggf. Entbindung von den derzeitigen unternehmerischen Aufgaben. Gelegentlich bedarf es mit den Gesellschaftern von Unternehmen langer Gespräche über die Reduzierung persönlicher Haftungen und Risiken und auch die psychische Entlastung. Viele mittelständische Unternehmer haften über Bürgschaften für persönliche Kredite. Häufig sind persönliche Vermögenswerte, wie z. B. Immobilien, zur Absicherung betrieblicher Kredite belastet.

Gelingt es im Rahmen des Restrukturierungskonzepts, die persönlichen Haftungen zu bereinigen und verbleibt für die Altersversorgung der Familie noch eine angemessene Größenordnung, kann das ein Motiv sein, einem Verkauf oder der Aufnahme eines Mitgesellschafters zuzustimmen. Ein ganz entscheidendes Motiv ist jedoch bei vielen Familienunternehmen: Die Wahrung der persönlichen Reputation, die Erhaltung von Arbeitsplätzen, die Sicherung des Standortes und nicht zuletzt des Firmennamens.

3.1 Spezialisierte Investoren. Einige marktbedeutende Investoren beteiligen sich gern an mittelständischen Unternehmen in Umbruchsituationen. Durch die Aufdeckung von Potenzialen und Stärkung der Profitabilität steigern diese Investoren nachhaltig den Erfolg von Unternehmen.

Häufig haben sich diese Investoren auf bestimmte Branchen spezialisiert, in denen sie über besonders viel Know-how verfügen. Diese Unternehmen konzentrieren sich zum Teil auch darauf, zum Beispiel das Thema Digitalisierung voranzutreiben. Sie verfügen über Spezialwissen und schaffen es immer wieder, mittelständische Unternehmen zukunftsfähig zu machen. Eine weitere Fähigkeit ist, neben der Umstrukturierung, das Unternehmenswachstum zu forcieren.

Einige dieser Investoren haben jedoch ein Ziel, welches es mittelständischen Unternehmen schwermacht, ihre Unternehmen an diese Adressen zu verkaufen: Nach erfolgreicher Umstrukturierung und Schaffung zukunftsfähiger Strukturen werden die Unternehmen verkauft. Sind die Potenziale aufgedeckt und die Profitabilität erhöht, kann natürlich ein attraktiver Verkaufspreis erreicht werden. Die Differenz zwischen dem ursprünglichen Kaufpreis und dem Kapitaleinsatz während der Umstrukturie-

rungsphase und dem Verkaufspreis ist der Ertrag dieser Investoren.

Ein Verkauf an derartige Adressen setzt in der Regel voraus, dass die mittelständischen Unternehmer eine Weiterveräußerung des Unternehmens nach 3–5 Jahren akzeptieren. Dadurch ist ggf. die angestrebte Unternehmenskontinuität gefährdet.

Es gibt aber durchaus auch Unternehmerfamilien, die anlässlich einer solchen Situation keine Probleme mit einer späteren Weiterveräußerung haben – und ggf. durch eine Restbeteiligung am Ergebnis noch beteiligt werden können. Turnaround- und Optimierungsprogramme werden mit der Zielsetzung umgesetzt, den Unternehmenswert zu steigern.

Dass die Käufer von Turnaround-Unternehmen natürlich den Abfluss von Liquidität und ggf. Management-Kapazität sowie die Übernahme von Risiken sehen, versteht sich von selbst. Häufig haben jedoch die vielen Chancen zu erheblichem Erfolg geführt.

4 POTENZIELLE INVESTOREN

Auch für Unternehmen in Krisensituationen gibt es in der Regel Käufer mit überzeugenden Motiven für ein unternehmerisches Engagement. In Krisensituationen kommt dem Faktor Zeit häufig eine entscheidende Bedeutung zu. Ein langanhaltender Verkaufsprozess beinhaltet das Risiko, dass Gerüchte über die Situation des Unternehmens oder zum anstehenden Verkauf in den Markt gelangen. Mitarbeiter werden verunsichert und orientieren sich

Auch für Unternehmen in Krisensituationen gibt es in der Regel Käufer mit überzeugenden Motiven für ein unternehmerisches Engagement

”

3.2 Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit. Gewinner eines erfolgreichen Gesellschafterwechsels in diesen Situationen sind fast immer die Unternehmen. Die Unternehmen erreichen durch einen neuen Gesellschafter Vertrauensgewinne bei Kunden, Lieferanten, Kreditversicherern und Banken. Auch durch ein neues Management können die Unternehmenserfolge häufig verbessert werden. Durch neue Partner sind Synergieeffekte im Vertrieb, in der Produktion und häufig auch im Bereich Forschung und Entwicklung erreichbar.

Auch für die Hausbanken kann ein Gesellschafterwechsel von großem Vorteil sein. Die Hausbanken können sich darauf einstellen, dass der zukünftige Gesellschafter von den Gläubigern zum Teil Beiträge erwarten wird. Lieferanten werden diese Beiträge zwangsläufig über die zukünftige Konditionsgestaltung leisten. Bei den kreditgebenden Banken werden sich allein über das bessere Rating des Unternehmens günstigere Konditionen ergeben.

Im Vordergrund der Investorenüberlegungen stehen jedoch andere Aspekte. Sehr häufig sind Vertriebs synergien und Produkte entscheidende Aspekte. Dadurch sollen Wettbewerbsvorteile, auch über Marken, erreicht werden. Durch veränderte Marktanteile ergeben sich Möglichkeiten der Ergebnisverbesserungen.

Marken, Produkte, Produktion und Standorte können je nach individuellen Gegebenheiten interessante Käufermotive sein.

möglicherweise neu. Das trifft in der Regel besonders für die „guten“ Mitarbeiter zu, die auch jeder potenzielle Käufer gern im Unternehmen halten möchte. Die Führungskräfte sind hinsichtlich ihrer zukünftigen Aufgaben nach Eintritt eines Käufers oder Mitgesellschafters verunsichert, da sie nicht wissen, ob ein potenzieller strategischer Käufer möglicherweise Funktionen zusammenlegt und diese Funktionen beim erworbenen Unternehmen entfallen. Auch die Wettbewerber nutzen Verkaufsgerüchte gelegentlich als „Akquise-Mittel“, da über die Verunsicherung von Kunden des Turnaround-Unternehmens das eigene Geschäft gefördert werden soll. Kreditversicherer neigen zur Reduzierung oder gar zur Kündigung der Kreditlinien, wenn Gerüchte im Markt kursieren. Im Rahmen des Turnaround-Prozesses kann es zu einer Kettenreaktion von sinkendem Vertrauen, Verlust von Mitarbeitern und Kunden und somit zu fallenden Umsätzen und gekündigten Kreditlinien kommen. Ein unprofessioneller Verlauf der Marktansprache kann zu der Notwendigkeit führen, dass das, was verhindert werden soll, unvermeidbar wird: die Insolvenz. Die Identifizierung und vertrauliche Kontaktaufnahme ist eine Aufgabe, bei deren Erfüllung sich „Fingerspitzengefühl“ und Erfahrung als hilfreich erwiesen haben.

4.1 Lieferanten und Kunden. Grundsätzlich erscheinen Lieferanten und Kunden als potenzielle Kaufinteressenten geeignet zu sein. Viele Unternehmen streben Vorwärtsstrategien zur Marktsicherung an. Allerdings werden die Lieferanten bedenken, dass es sich um ein

“

Risikoinvestment handelt. Denn: Durch den Erwerb wird sich häufig die Situation ergeben, dass das Unternehmen zum Wettbewerber bisheriger Kunden wird.

Der Marktsicherung durch den Erwerb eines Kunden können sehr schnell Marktanteilsverluste bei bisherigen Kunden gegenüberstehen.

Viele Unternehmen halten auch Rückwärtsintegrationen für sinnvoll. Dadurch sollen in der Regel diese Ergebnisse erreicht werden:

- Verbesserung der Prozesssteuerung
- Ressourcensicherung
- Nutzung von Synergien

In der Praxis ist der Erwerb von Unternehmen durch Lieferanten und Kunden eher selten. Nur wenn zwischen dem Krisenunternehmen und seinen Lieferanten und Kunden Abhängigkeiten existieren, fallen gelegentlich positive Investitionsentscheidungen. Vor dem Hintergrund der Auswirkungen auf andere Marktteilnehmer wird das Investitionsrisiko jedoch häufig für zu groß gehalten.

4.2 Anrainer, Wettbewerber. Unternehmen mit ähnlichen Produkten und Dienstleistungen können eine attraktive Käufergruppe sein. Über komplementäre Lieferungen können Synergien erschlossen und Wachstum erreicht werden. Geeignete Anrainer nutzen häufig gern die Chance für derartige Akquisitionen und stellen auch eine schnelle Abwicklung sicher. Sind Anrainer als Investoren aufgetreten, berichten diese oft davon, dass die Akquisitionserfolge größer als erwartet waren.

Unternehmen sind häufig der Überzeugung, dass Wettbewerber die erste Käufer-Zielgruppe sind. Diese Erwartungshaltung führt immer wieder zu herben Enttäuschungen. Wettbewerber nutzen gern die Chance, im Rahmen einer Due Diligence einen anderen Marktteilnehmer sehr gut kennenzulernen. Dem Gewinn an Erkenntnissen stehen in der Regel Zeitaufwand und ggf. Aufwand für mitwirkende Berater gegenüber. Auch ohne Verstoß gegen unterzeichnete Geheimhaltungserklärungen kann der Erkenntnisgewinn wertvoll sein. Allein das Wissen um die Kostenstruktur und die Besichtigung von Betriebsstätten führen für Unternehmen gelegentlich zu Erkenntnissen, die im eigenen Unternehmen umgesetzt werden können. Allerdings: Für einen Mitbewerber sind Chancen und Risiken einer Übernahme in der Regel schnell einschätzbar, da er den Markt und dessen Möglichkeiten kennt und vorhandene Synergiepotenziale einzuschätzen weiß. Diese liegen regelmäßig in einer Kostenreduzierung, da durch das Zusammenlegen von Funktionen unter anderem Personal eingespart werden kann.

Vor dem Hintergrund der Risiken der Gespräche mit Wettbewerbern erscheint es sinnvoll zu sein, dass ein fachkundiger Berater anonym Kontakt aufnimmt und Gespräche führt. Geheimhaltungserklärungen mit Wettbewerbern sollten auch ein Anstellungsverbot für Mitarbeiter und eine Kundenschutzklausel enthalten. Speziell mit Wettbewerbern erscheint eine Vertragsstrafenregelung im Rahmen der Geheimhaltungserklärung aus Sicht des Turnaround-Unternehmens sinnvoll zu sein.

4.3 Management. Für das Management des Unternehmens gibt es eine Vielzahl von Motiven zum Engagement: unternehmerische Herausforderung, mehr Entscheidungsunabhängigkeit, Weiterführung des Unternehmens, gute Erfolgsaussichten, Chance zur langfristigen Vermögensbildung – und auch letztlich Erhaltung des eigenen Arbeitsplatzes.

Doch ist das Management von Unternehmen geeignet, die erkennbaren Krisensituationen zu bereinigen? Hat das Management nicht maßgeblichen Anteil an der Fehlentwicklung? Für die Unternehmer ist der Verkauf an das Management immer der einfachste Schritt. Das Management ist mit den Gegebenheiten des Unternehmens vertraut und deshalb in der Lage, schnelle Kaufentscheidungen zu treffen. Auch Diskussionen über Gewährleistungen sind erfahrungsgemäß unproblematisch. Zudem lässt sich die Diskretion am besten wahren. Schnelle Kaufentscheidungen und letztlich auch Wahrung der Tradition sind Aspekte, die es dem Altunternehmer leichtmachen, sich für Verhandlungen mit dem Management zu entscheiden.

Das Management schätzt natürlich die langfristigen Erfolgsmöglichkeiten durch das unternehmerische Engagement und strebt die eigene Unternehmensführung als wichtiges Ziel an.

Die Kombination zwischen internem Management (Management-Buy-out) und externem Management (Management-Buy-in) hat sich häufig als glückliche Variante erwiesen. Bei erfolgreichen Übernahmen durch das Management wurde nicht selten die Unternehmensführung einem externen Manager übertragen, der die Rolle des bisherigen Unternehmers fortsetzte.

Vorbehalte bestehen bei Unternehmensverkäufen an das Management regelmäßig im Bereich der Finanzierung. Tatsächlich gibt es jedoch heute viele Investoren, die sehr gern als Eigenkapitalpartner auftreten und Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Mittel zur Verfügung stellen. Durch die Trennung von stimmberechtigtem Festkapital und stimmrechtlosen eigenkapitalähnlichen Mitteln lässt sich auch erreichen, dass das Management häufig die Mehrheit der Gesellschaftsanteile übernimmt, indem

das Haftkapital geringgehalten wird. 10 % des Kaufpreises als Haftkapital und 20–40 % als stimmrechtloses Kapital mit Eigenmittelcharakter sind eine Möglichkeit, die der Markt heute bietet. Dafür gibt es Praxisbeispiele.

Im Übrigen verfügen Führungskräfte häufig über nennenswertes Eigenkapital. Dieses Eigenkapital resultiert gelegentlich auch aus Abfindungen, die vom bisherigen Arbeitgeber gezahlt wurden.

Eigenkapitalpartner sind im Übrigen gern ehemalige Unternehmer, die ihr Unternehmen verkauft und dadurch Privatvermögen gebildet haben. Die Unternehmerfamilien haben häufig den Wunsch, das Risiko ihres gebildeten liquiden Vermögens auf verschiedene Anlageklassen zu verteilen. 15–25 % des Vermögens in unternehmerische Direktbeteiligungen zu investieren, ist eine Größenordnung, die wir von vielen vermögenden Haushalten kennen.

Gerade ehemalige Unternehmer unterstützen gern das Management mit ihrem Know-how und Netzwerk. Besonders bei Unternehmen in einer Umstrukturierungsphase können diese Eigenkapitalpartner häufig viel bewirken.

4.4 Investoren. Stehen in Krisensituationen Investoren ohne strategische Vorteile für eine Unternehmensbeteiligung oder für einen Kauf zur Verfügung? Wollen Inves-

toren nicht plausibel nachvollziehen können, dass Unternehmen in der Lage sind, nachhaltig positive Ergebnisse zu erwirtschaften? Eine „Erfolgsstory“ mit positiven Ergebnissen während der letzten fünf Jahre ist häufig eine gute Grundlage für Investorenentscheidungen.

Es gibt jedoch auch erfolgreiche Investoren, die sich sehr gern bei Unternehmen engagieren, die sich in einem Veränderungsprozess befinden und das Potenzial haben, von dem Wertschöpfungsansatz zu profitieren. Diese Investoren konzentrieren sich häufig nicht auf eine spezifische Branche, sondern entscheiden situationsbedingt. Geeignete Beteiligungsanlässe sind Unternehmen in Märkten mit Konsolidierungspotenzial oder mit wirtschaftlichem Verbesserungspotenzial. Gesunde Marktfaktoren, starke Marktpositionen, wiederkehrende Umsätze (nicht projektbezogene Umsätze) und Potenziale zur Performance-Steigerung sind wichtige Investitionskriterien.

Hinsichtlich der Ertragskraft engagieren sich diese Unternehmen durchaus auch in Turnaround-Situationen mit einem EBITDA zwischen 0 EUR bis zum Beispiel 20 Mio. EUR oder 25 Mio. EUR. Die Philosophie dieser Investoren ist, dass sie mit ihrem Know-how und ihrem Netzwerk in der Lage sind, die Ergebnissituation zu verbessern und dadurch den Unternehmenswert zu steigern.